



“科技泡沫” 又来了吗？



David Cogman, 刘家明

现在科技公司上市前的高估值引发了广泛担忧，不免令人回想起世纪之交时关于科技泡沫的争论——并且扩大到了媒体业和电信业。2016 年第一季度，尽管“独角兽”（估值 10 亿美元以上的初创公司）的数量在持续上升，风投对美国科技公司的投资却急剧下降。

7 年之前，没有一家风投投资的公司上市前估值达到 10 亿美元，而现在市场上已经有 14 家估值 100 亿美元的“超级独角兽”了。还有一点值得注意的是，这些“独角兽”大多是未上市的私有企业，而非公开上市公司。这也与世纪之交时的情形类似。同时再从全球的角度来看：中国科技业的创新与发展的势头也远胜于 2000 年。到现在为止，大部分公开市场对科技公司的估值还算合理——甚至可能稍低于历史标准。私募市场的估值下降对公开市场的影响并不会太大。而且中国市场和美国市场的情况也完全不同。本文将深挖基本面，分析这些未上市科技公司的强项，以及近几年涉足其中的风投资金。

历史的教训

2000 年的科技泡沫很明显来自公开市场。1998 年初，科技公司的估值要比普通市场高 40%，2000 年初，科技泡沫达到峰值，估值超 165%。然而当时风投最大的初创科技公司上市估值也才 60 亿美元左右——按今天的标准看只是个小数字。而且，很大一部分估值过高的并不是互联网，而是传统的电信公司——电信行业从 1997 年到 2000 年的总价值增长了

250%。

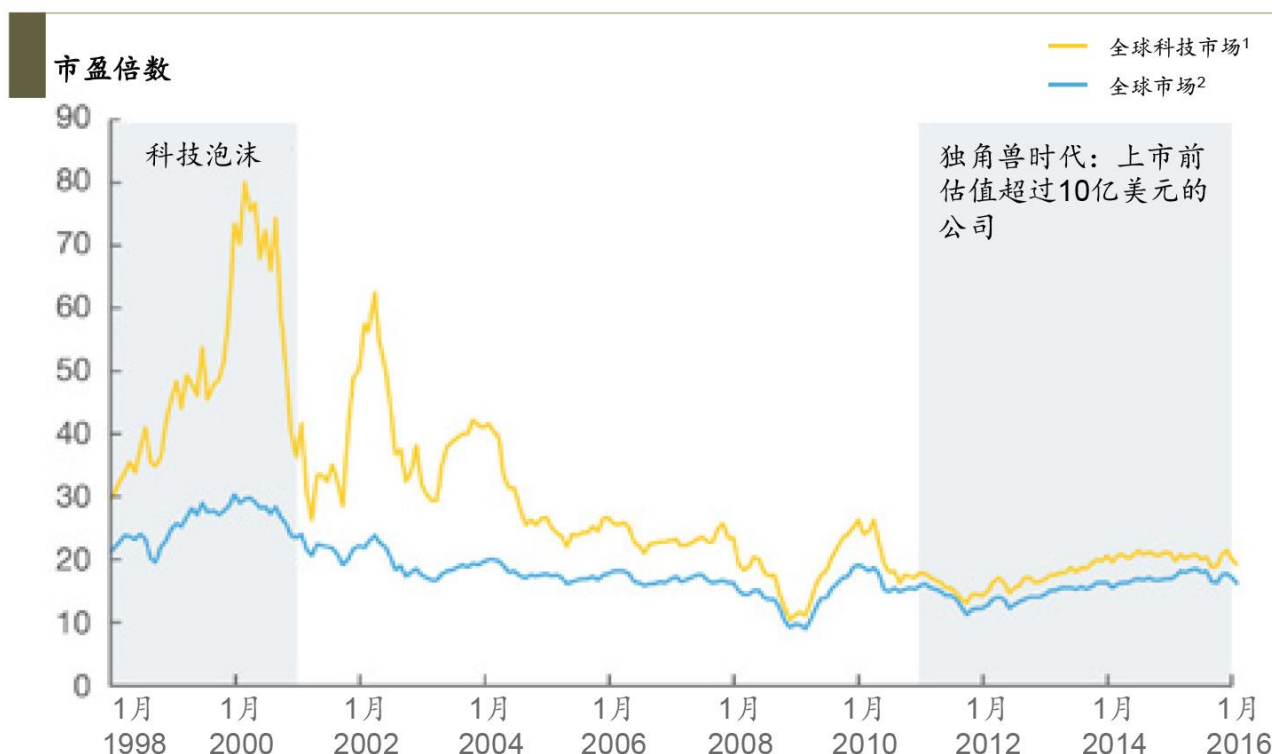
总体来说，尽管首次募股的发行价一直在稳步提高，2015 年上市科技公司估值过高的情况却极少出现。其平均市盈估值为 20 倍，只比普通市场高 10%，并且自 2010 年后就一直相对稳定地保持在这个水平。

在过去 20 年，科技公司平均估值溢价达到了 25%，有时比这高。以历史标准来看，的确算是较低。在 2000 年科技和电信泡沫时期，全球科技业市盈估值达到最高点(将近 80 倍)，是其他板块的 3 倍以上，而在 2001 年泡沫破灭后的 5 年，比其他板块高了 50%（见图）。到目前为止上市公司并未出现明显的泡沫迹象。

从增长预期来看，这些公司的估值溢价也并不比普通市场高多少。更高的市盈率主要是因为人们对这些公司的收益和利润有信心。当然乐观预期有可能是错的，但至少市场保持了一致。

中国的情况却是例外，对其股市估值尤其需要谨慎观察。在 2008 年前，中国科技公司估值溢价比普通市场高 50%到 60%，自那之后飙升到了 190%。部分原因是中国互联网市场要比美国大，增长速度也更快。同时中国政府为接下来的几年制定了宏伟计划，将大力发展硬件价值链上价值更高的环节。再者，中国民营企业的发展也非常迅速。过去 5 年里，很多新上市的科技公司为民营企业，而且在科技业中，民营企业的估值一直比同类国企高 50%到 100%。

图 从全球范围看，目前科技公司估值在公开市场和普通市场上基本一致



1 392家上市科技公司指数
2 7115家上市公司指数

资料来源：Datastream

这次真的不一样吗？

此轮与 2000 年的最大不同主要在私募市场，以及公司如何上市。直到 2009 年才出现第一家上市前估值超过 10 亿美元的公司，而当下大部分独角兽公司只花 18 个月就能达到这个估值水平。从地理分布看，35%左右位于旧金山湾区，20%在中国，还有 15%在美国东海岸。

随着“独角兽”越来越多，融资与估值也发生了显著变化。上市前的融资次数变多，从 2013 年到 2015 年风投的投资规模提高了 2 倍以上，这段时间的平均交易规模与交易数量均创历史新高。每轮融资的估值增长

也极富戏剧性：有些中国公司在一年内估值就增长了 5 倍。

不管新商业模式“成色”如何，目前可以确定的是风投手握极为可观的现金。目前风投未投资的承诺资金已从 2012 年的 1000 亿美元上升到了 2015 年的 1500 亿美元，创下有史以来的最高纪录。风投的投资范围比收购基金、房地产基金以及特殊基金的灵活性要小得多。很多风投基金的活动范围都在同一波潜力股内，而有些风投投资则局限在邻近区域内。

随着一系列新投资人的加入，有些基金的有限合伙人开始想直接投资上市前公司，风投的流动性因此有所提高。这也使科技公司得以面向投资机构和高净资产人士进行更大型的上市前融资。这部分投资人规模远大于风投行业，这样就可以拉长所投公司的上市准备期。当然，这些投资是临时性的，最终会通过上市或转让的方式退出，因此不能无限期地延续。

如此一来，需谨慎看待未上市的独立初创公司的估值，它们给风投带来的实际回报变动很大，交易条款里的保护性条款和估值都会影响到回报。在估值较低的融资中（后期投资人加入时估值比上一轮低），这些条款在决定投资人如何分配收益上至关重要。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46965

